(Analyst) 임희석 heeseok.lim@miraeasset.com

112040 · 게임

위메이드

24년에도 모멘텀이 많다

(유지)	목표주가	상승여력	현재주가(23/11/24)
매수	70,000원 ▲	35.7%	51,600원

KOSDAQ	815.00	시가총액(십억원)	1,744	발행주식수(백만주)	34	외국인 보유비중(%)	7.4

Report summary

목표주가 8% 상향, 중소형 게임주 Top Pick 유지

이미르 예상 매출 상향에 따른 실적 전망 조정으로 목표주가를 70,000원으로 상향하며 중소형 게임주 Top Pick 의견을 유지한다. 24F P/E 16배 수준으로 상승해 밸류에이션 부담이 발생하기 시작하는 구간이나 매드엔진 인수 또는 중국 판호 발급 시나리오에 따른 실적 상향 가능성이 존재함을 상기할 필요가 있다.

여전히 풍부한 24년 모멘텀

1) 나이트크로우 글로벌 출시, 2) 미르4, M 판호 획득, 3) 매드엔진 자회사 인수가 1H24까지 기대해 볼 수 있는 부분들이며 4) 2H24에는 이미르 출시가 이어진다. 미르4, 미르M은 이미 중국 출시를 전제로 게임을 준비하고 있기에 판호 획득 시기와 출시 시기의 갭 역시 크지 않을 전망이다.

Key data

Price performance

(%)	1M	6M	12M
절대주가	38.0	15.7	-8.2
상대주가	32.9	21.4	-16.8

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액 (십억원)	335	463	623	963	1,012
영업이익 (십억원)	97	-85	-92	53	86
영업이익률 (%)	29.0	-18.4	-14.8	5.5	8.5
순이익 (십억원)	307	-185	-46	111	144
EPS (원)	9,217	-5,510	-1,349	3,277	4,273
ROE (%)	69.7	-37.1	-13.3	31.6	31.9
P/E (배)	19.3	-	-	15.7	12.1
P/B (배)	9.3	2.7	5.4	4.3	3.3
배당수익률 (%)	0.4	2.4	1.5	1.5	1.5

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 위메이드, 미래에셋증권 리서치센터

다가오는 대작 2종 출시

지스타에서 시연 무대에 오른 이미르가 호평을 받으며 흥행 기대감을 높였다. 언리얼엔진5로 만들어진 이미르는 그래픽에서 현존 어떤 MMORPG 보다도 높은 퀄리티를 보여줬다. 또한 아니라 전투에서의 생동감 있는 액션과 강렬한 타격감도 출시에 대한 기대감을 높였다. 내년 3분기 출시를 예상하며 일평균 매출로 6억원을 가정한다.

나이트크로우 글로벌은 사전예약이 1/11일부터 시작되며 출시 시기는 2월 말 또는 3월이 될 것으로 예상한다. 과거 미르4 글로벌은 7월 말 사전예약 시작 후 8월 말 출시, 미르M의 경우 11월 초 사전예약 시작 후 1월 말 출시한 바 있다. 동사는 나이트크로우 글로벌에 대해 국내의 수 배 이상의 성과를 기대하고 있다. 당사는 24년 나이트크로우 글로벌 일평균 매출로 7억원을 가정한다.

중국에서도 유의미한 성과 가능할 전망

내자 판호에 대한 지속적인 판호 발급이 이어지고 있는 만큼 국내사들에 대한 외자 판호 발급도 1Q24 내로 있을 것으로 판단한다. 내자 판호와 외자 판호의 발급 기조는 늘 같은 방향성을 가져왔다. 액토즈소프트 및 중국 게임사들과의 갈등도 봉합 단계에 있는 만큼 동사의 판호 발급 가능성 역시 이전보다 훨씬 긍정적인 상황이다.

위메이드는 출시 예상시기로 미르4 중국은 2Q24, 미르M 중국은 4Q24로 예고했다. 당사는 미르M은 불확실성이 존재하나 미르4 중국은 흥행 가능성이 높다고 판단한다. 중국에서 MMORPG 인기가 과거보단 떨어지지만 역수한, 메이플스토리M 등 PC에서 높은 인지도를 보유한 작품이 모바일로 전환되었을 때의 높은 성과가 여전히 나타나고 있다. 보수적으로 보더라도 10위권 후반 이상의 성적을 기대할 수 있을 전망이다.

목표주가 8% 상향, 중소형 게임주 Top Pick 유지

이미르 예상 매출 상향에 따른 실적 전망 조정으로 목표주가를 70,000원으로 상향하며 중소형 게임주 Top Pick 의견을 유지한다. 24F P/E 16배 수준으로 밸류에이션 부담이 발생하기 시작하는 구간이나 매드엔진 인수 또는 중국 판호 발급 시나리오에 따른 실적 상향 가능성이 존재함을 상기할 필요가 있다.

여전히 24년 모멘텀이 풍부하다. 1) 나이트크로우 글로벌 출시, 2) 미르4, M 판호 획득, 3) 매드엔진 자회사 인수가 1H24까지 기대해 볼 수 있는 부분들이며 4) 2H24에는 이미르 출시가 이어진다. 미르4, 미르M은 이미 중국 출시를 전제로 게임을 준비하고 있기에 판호 획득 시기와 출시 시기의 갭 역시 크지 않을 전망이다.

표 29. 분기 및 연간 실적 전망 (십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2021	2022	2023F	2024F
매출액	**94**	**159**	**236**	**134**	**184**	**197**	**350**	**231**	**335**	**463**	**623**	**963**
(% YoY)	-28.3%	46.2%	117.5%	16.4%	96.3%	23.9%	48.7%	72.0%	164.4%	38.4%	34.4%	54.6%
게임	84	150	133	131	181	194	247	227	236	382	499	849
라이선스	6	6	99	0	0	0	100	0	92	67	112	100
위믹스 플랫폼	2	1	1	1	2	2	2	2	1	7	6	8
기타	1	1	1	1	2	2	2	2	8	7	6	6
영업비용	**141**	**200**	**190**	**185**	**217**	**222**	**243**	**228**	**238**	**550**	**715**	**910**
인건비	55	63	65	66	67	68	69	70	87	205	249	273
지급수수료	48	85	87	81	108	115	128	119	87	184	300	471
마케팅비	12	21	15	15	18	15	21	15	23	78	63	69
D&A	5	16	5	6	6	6	6	6	4	19	32	23
세금과 공과	2	1	1	1	1	1	2	1	5	5	5	5
기타	18	15	17	17	17	17	18	18	33	58	67	70
영업이익	**-47**	**-40**	**45**	**-50**	**-32**	**-25**	**108**	**2**	**97**	**-86**	**-92**	**53**
(% YoY)	적전	적지	흑전	적지	적지	적지	137.2%	흑전	흑전	적전	적지	흑전
영업이익률	-49.8%	-25.3%	19.3%	-37.6%	-17.6%	-12.5%	30.7%	1.0%	29.1%	-18.6%	-14.8%	5.5%
지배주주순이익	**-30**	**-29**	**42**	**-28**	**-9**	**-2**	**103**	**18**	**307**	**-185**	**-46**	**111**
순이익률	-32.4%	-18.3%	17.6%	-20.9%	-5.1%	-0.9%	29.5%	8.0%	91.6%	-40.0%	-7.4%	11.5%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 30. 연간 실적 추정치 변경 (십억원)

	변경전		변경후		변경률		컨센서스		괴리율		변경 사유
	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	
매출액	623	945	623	963	0%	2%	620	1,041	1%	-8%	
영업이익	-92	43	-92	53	-	23%	-88	66	-	-20%	
지배주주순이익	-46	103	-46	111	-	8%	-47	110	-	1%	이미르 전망치 상향
영업이익률	-14.8%	4.5%	-14.8%	5.5%	-	-	-14.2%	6.3%	-	-	
순이익률	-7.4%	10.9%	-7.4%	11.5%	-	-	-7.5%	10.6%	-	-	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 31. 밸류에이션

구분	내용	비고
24F 지배주주순이익 (십억원)	111	
Target P/E (배)	21	엔씨소프트 2018년 P/E 평균 글로벌 대작 성과 이후 매출 하향 안정화+차기작 흥행 불확실성 상존 구간
목표 시가총액 (십억원)	2,367	
주식 수 (천주)	33,797	
목표주가 (원)	70,000	
현재주가 (원)	51,600	
상승여력	35.7%	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 73. 나이트크로우 글로벌 1/11일 사전예약 시작

자료: 유튜브, 미래에셋증권 리서치센터

그림 74. 레전드오브이미르 인게임 트레일러

자료: 유튜브, 미래에셋증권 리서치센터

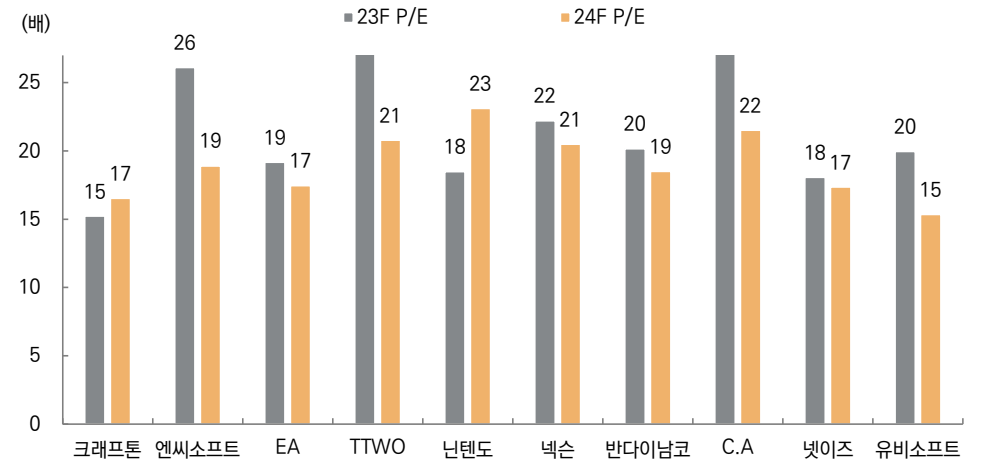
그림 75. 레전드오브이미르 인게임 트레일러

자료: 유튜브, 미래에셋증권 리서치센터

그림 76. 레전드오브이미르 인게임 트레일러

자료: 유튜브, 미래에셋증권 리서치센터

그림 77. 글로벌 주요 게임사 23F, 24F P/E (블룸버그 컨센서스)



자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

표 32. 글로벌 게임 기업 Vauation (블룸버그 컨센서스)

(십억원, 배, %)	시가총액	PER		PSR		PBR		EV/EBITDA		OPM	
		23F	24F	23F	24F	23F	24F	23F	24F	23F	24F
크래프톤 (KR)	9,939	15.2	16.5	5.5	5.1	1.7	1.6	8.9	8.9	39.1	35.8
엔씨소프트	5,917	26.1	18.9	3.2	2.8	1.8	1.7	15.8	10.4	9.8	15.0
넷마블	4,770	-	79.2	1.8	1.6	0.9	0.9	37.3	20.8	-0.8	3.3
카카오게임즈	2,187	68.6	20.7	2.1	1.7	1.3	1.2	16.5	11.7	8.0	12.8
넥슨게임즈	1,053	52.1	20.1	5.3	4.0	3.8	3.2	28.4	12.4	12.1	24.2
펄어비스	2,608	142.3	20.3	7.6	4.5	3.6	3.1	160.5	16.1	-3.0	20.5
위메이드	1,744	-	25.0	2.8	2.0	6.6	5.7	-	28.2	-14.2	4.4
NHN	800	13.3	10.2	0.3	0.3	0.5	0.4	3.4	2.9	3.8	4.4
네오위즈	604	7.9	11.2	1.6	1.5	1.2	1.1	6.1	6.0	13.5	14.0
컴투스	645	18.2	16.0	0.8	0.7	0.5	0.5	64.4	14.9	-2.3	2.5
더블유게임즈	844	5.7	5.7	1.5	1.3	0.9	0.8	3.3	3.1	34.9	34.0
웹젠	520	10.5	7.9	2.9	2.3	0.8	0.7	8.5	5.7	24.3	29.1
조이시티	192	24.3	12.7	1.4	1.1	1.8	1.6	13.8	10.6	11.0	12.2
Electronic Arts (US)	47,908	19.2	17.5	4.8	4.5	4.8	4.4	14.2	13.0	28.9	30.5
Take Two Interactive	34,665	49.7	20.8	4.8	3.4	3.1	3.0	33.3	17.7	13.8	20.1
Nintendo (JP)	77,622	18.5	23.1	5.5	5.7	3.2	3.1	13.1	16.3	32.7	29.1
Nexon	23,184	22.2	20.5	6.2	5.6	2.7	2.4	14.0	12.1	33.1	34.2
Bandai Namco	17,574	20.2	18.5	1.9	1.8	2.9	2.7	10.9	9.8	12.8	13.5
Konami	9,203	18.5	17.1	3.1	2.9	2.4	2.2	8.9	8.2	21.8	22.0
Cyber Agent	4,085	30.5	21.5	0.6	0.6	3.1	2.7	10.1	8.6	4.5	5.2
Square Enix	5,527	17.7	15.4	1.8	1.8	1.8	1.7	8.2	6.6	12.8	15.6
Tencent (CH)	511,018	18.3	15.6	4.5	4.1	3.3	2.8	13.3	11.7	28.0	29.5
NetEase	94,535	18.1	17.4	4.9	4.4	4.2	4.1	13.1	11.7	27.6	28.2
Kingsoft	6,204	55.0	27.3	3.9	3.3	1.7	1.6	7.4	6.0	25.0	25.5
Youzu Interactive	1,996	34.6	28.5	4.1	3.1	2.2	2.1	56.6	31.0	2.2	4.7
Ubisoft (FR)	5,390	20.0	15.4	1.8	1.6	2.2	2.0	5.7	4.7	16.3	17.4

자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

위메이드 (112040)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	**463**	**623**	**963**	**1,012**
매출원가	**0**	**0**	**0**	**0**
매출총이익	**463**	**623**	**963**	**1,012**
판매비와관리비	**548**	**715**	**910**	**925**
조정영업이익	**-85**	**-92**	**53**	**86**
영업이익	**-85**	**-92**	**53**	**86**
비영업손익	**-97**	**66**	**85**	**95**
금융손익	-2	-7	-7	-6
관계기업등 투자손익	2	20	39	43
세전계속사업손익	-182	-26	138	181
계속사업법인세비용	4	22	28	36
계속사업이익	-186	-48	111	144
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	**-186**	**-48**	**111**	**144**
지배주주	-185	-46	111	144
비지배주주	0	-2	0	0
총포괄이익	**-221**	**-48**	**111**	**144**
지배주주	-222	-48	111	145
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	-66	-72	72	105
FCF	-41	-36	129	182
EBITDA 마진율 (%)	-14.3	-11.6	7.5	10.4
영업이익률 (%)	-18.4	-14.8	5.5	8.5
지배주주귀속 순이익률 (%)	-40.0	-7.4	11.5	14.2

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	**405**	**331**	**401**	**514**
현금 및 현금성자산	268	176	208	311
매출채권 및 기타채권	75	77	84	88
재고자산	0	0	0	0
기타유동자산	62	78	109	115
비유동자산	**1,024**	**1,029**	**1,058**	**1,104**
관계기업투자등	89	91	94	99
유형자산	55	64	63	64
무형자산	182	176	203	240
자산총계	**1,430**	**1,360**	**1,459**	**1,618**
유동부채	**723**	**730**	**740**	**778**
매입채무 및 기타채무	61	63	64	67
단기금융부채	84	79	76	79
기타유동부채	578	588	600	632
비유동부채	**173**	**168**	**172**	**174**
장기금융부채	138	132	132	132
기타비유동부채	35	36	40	42
부채총계	**896**	**898**	**912**	**952**
지배주주지분	**378**	**308**	**393**	**512**
자본금	17	17	17	17
자본잉여금	165	165	165	165
이익잉여금	181	111	196	315
비지배주주지분	**156**	**154**	**154**	**154**
자본총계	**534**	**462**	**547**	**666**

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로 인한 현금흐름	**-37**	**-16**	**139**	**194**
당기순이익	-186	-48	111	144
비현금수익비용가감	190	49	53	60
유형자산감가상각비	9	11	11	11
무형자산상각비	9	9	8	7
기타	172	29	34	42
영업활동으로인한자산및부채의변동	-13	12	9	31
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-33	-1	-1	-3
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	0	0	0	0
법인세납부	-31	-22	-28	-36
투자활동으로 인한 현금흐름	**-131**	**-37**	**-77**	**-64**
유형자산처분(취득)	-4	-20	-10	-12
무형자산감소(증가)	66	-2	-35	-45
장단기금융자산의 감소(증가)	-40	-15	-32	-7
기타투자활동	-153	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	**167**	**-37**	**-28**	**-22**
장단기금융부채의 증가(감소)	177	-12	-3	3
자본의 증가(감소)	7	0	0	0
배당금의 지급	-22	-25	-25	-25
기타재무활동	5	0	0	0
현금의 증가	**-6**	**-92**	**32**	**103**
기초현금	274	268	176	208
기말현금	268	176	208	311

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023F	2024F	2025F
P/E (x)	-	-	15.7	12.1
P/CF (x)	238.8	1,816.2	10.6	8.5
P/B (x)	2.7	5.4	4.3	3.3
EV/EBITDA (x)	-	-	25.1	16.2
EPS (원)	-5,510	-1,349	3,277	4,273
CFPS (원)	132	28	4,852	6,046
BPS (원)	11,619	9,527	12,062	15,593
DPS (원)	750	750	750	750
배당성향 (%)	-13.5	-52.6	22.7	17.4
배당수익률 (%)	2.4	1.5	1.5	1.5
매출액증가율 (%)	38.4	34.4	54.6	5.1
EBITDA증가율 (%)	-	-	-	46.3
조정영업이익증가율 (%)	-	-	-	63.7
EPS증가율 (%)	-	-	-	30.4
매출채권 회전율 (회)	6.4	9.5	14.6	14.8
재고자산 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	-15.1	-3.4	7.9	9.4
ROE (%)	-37.1	-13.3	31.6	31.9
ROIC (%)	52.3	78.7	-20.0	-36.0
부채비율 (%)	167.6	194.7	166.7	142.8
유동비율 (%)	56.1	45.3	54.2	66.1
순차입금/자기자본 (%)	-16.7	-6.6	-17.7	-30.2
조정영업이익/금융비용 (x)	-11.9	-8.0	4.7	7.7

자료: 위메이드, 미래에셋증권 리서치센터

투자의견 분류 및 적용기준

기업		산업	
매수	: 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy	: 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립	: 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도	: 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 주가하락이 예상		

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(━), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
88.81%	7.24%	3.29%	0.66%

* 2023년 09월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 엔씨소프트, 넷마블, 크래프톤, 펄어비스를 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트 임희석은(는) 자료작성일 현재 유니티 2137주 보유하고 있습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.